

并购支付方式的影响因素综述

□ 彭丽敏

(兰州理工大学 经济管理学院,甘肃 兰州 730050)

摘要: 对国内外有关并购支付方式影响因素的相关文献进行研究,发现支付方式作为企业并购交易决策的重要环节,其选择主要受到并购双方控制权、管理层持股、财务状况、投资机会及交易规模等因素的影响。

关键词: 并购;支付方式;影响因素

Abstract: By summarizing the domestic and foreign literature about the influencing factors of payment methods in mergers and acquisitions, the paper suggests that the payment method as an important part of M & A deal-making is influenced mainly by acquisitions of control, managerial ownership, financial condition, investment opportunities and the size of the transaction, etc.

Keywords: mergers and acquisitions; payment method; influencing factor

后危机时代,中国经济面临着产业升级和结构调整的迫切需要,而经济结构的调整在微观领域需要一个健全有效的并购市场来推进企业之间的资源配置和优化。近年来,随着并购重组相关法律法规的日渐完善,我国上市公司通过资本市场并购重组提升公司价值、实现产业整合、提高经济整体竞争力的环境已日趋成熟。而支付方式作为并购交易的重要环节,其适当选择与否对并购双方都将产生重要影响,甚至决定并购交易的成败。因此,学者对于如何选择最优的并购支付方式的研究从未停止过。

所谓并购支付方式,是指主并方为了获取标的公司的控制权,对标的公司进行支付所采用的方式。以美国为首的西方国家,企业并购已有近百年的发展历史,其支付方式由单一的现金支付逐渐向混合证券过渡,呈现了多样化的发展趋势。而我国企业在近20年的并购发展历程中,仍以现金支付、股票支付和现金加股票的混合支付方式为主,并且企业在并购过程中表现出对现金支付的偏好。我国企业在并购支付时如此偏好现金支付的原因,需对影响企业并购支付方式选择的重要因素进行深刻分析才能对症下药,提出建设性意见解决我国并购市场支付方式单一的问题,同时为企业并购支付方式创新及多元化发展提供参考意见。

一、关于并购支付方式的研究现状

关于企业并购的研究,学者通常从宏观和微观两个层面进行考虑。微观层面主要从企业并购的动因、并购的绩效及并购交易中的技术性问题三个层面考虑。而并购交易中的技术性问题包括了并购的策略、定价及支付方式的选择,其中并购支付方式的选择

问题正是本文所要研究的重点。目前,对有关并购支付方式的分类方面的研究仍较少,最主要的原因是很多支付方式是综合的。Franks和Mayer(1991)的研究中将并购支付方式划分为现金、股票、混合及其他方式四类,而Chang(1998)在其研究中将混合支付方式归于股票支付。Faccio和Masulis(2005),将并购支付方式划分为现金、股票和混合支付三类,王宛秋、赵子君(2008)在研究我国并购支付方式存在的问题时指出,我国学者对并购支付方式的研究主要借鉴国外学者已取得的研究成果,在我国因特殊的市场经济体制致使无偿划转、资产支付等方式产生,但仍以现金支付方式为主要的并购交易工具。

二、并购支付方式选择的影响因素

1. 主并方控制权的影响

控股股东的影 响。在并购支付方式的选择中,第一大股东的持股比例是重要的决定因素之一。主并方若采用股票支付很可能致使并购后企业产生新的股东,从而使主并方原控股股东在并购后企业的投票权削弱,甚至失去其控制权。Stulz(1996)研究发现,当主并方企业股权相对集中,企业控制权被控股股东所掌握时,因股票收购很可能削弱控股股东的控制权,故其选择股票收购的可能性较小。Vishny和Shleifer(2003)研究表明,当主并方企业股权高度集中时,因其控股股东地位稳固,控制权不会轻易受到威胁,其对是否采用股票支付方式并不敏感;当主并方股权高度分散时,因其实际并不存在控股股东,则主并方大股东对公司控制权的问题不太敏感,较易接受股票支付。Faccio和Masulis(2005)在其实证研究中进一步证实了这一点,他们发现当主并方第一大股东的持股比例较低或较高时,其持股水平与股票支付之间的关系不明显;但当其第一大股东的持股比例在20%~60%这一区间时,其持股水平与现金支付呈显著正相关。当主并方大股东持股水平位于这一区间时,其控制权较不稳固,容易受到威胁,因此更倾向于采用现金支付。

在我国,苏文兵(2009)对我国上市公司1998-2007年发生的253起并购事件进行研究,发现当主并方第一大股东的持股比例在30%~60%这一中间水平时,为避免控制权转移,主并方一般选择现金支付;而当持股比例较低或者较高时则更倾向于采用股票支付。李善民(2009)研究发现,当并购交易属于非关联并购,主并方控股股东的持股比例与股票支付之间存在非线性相关关系;但当并购交易属于关联并购,控股股东的持股比例与股票支付并不存在显著相关关系。

管理层持股的影响。从委托代理理论出发,管理层持股会

影响企业在并购过程中对支付方式的选择。因管理层的持股比例越大,为避免其所拥有的控制权被稀释,主并方管理层更倾向选择现金支付作为支付手段。Lev 与 Travlos(1990), Ghosh 和 Ruland(1998)研究发现,在并购交易中,管理层持股比例越高,主并方企业在并购过程中出现现金要约比换股要约的机率越大。Martin(1996)研究发现,主并方管理层持股水平与股票支付在并购中的使用概率呈非线性关系。一方面,当主并方管理层持股比例位于 5%~25%之间时,主并方使用股票支付的概率较小;另一方面,当主并方管理层持股比例小于 5%或大于 25%时,主并方使用股票支付的概率较大。

Datta(2001)研究认为,当主并方企业对管理层实施的股权性薪酬较多时,主并方进行的并购交易呈现一些共同特点,像支出的并购溢价相对较低,标的公司承担的并购风险较多,标的公司更具投资价值等。李善民(2009)研究发现,中国上市公司的管理层若持有一定股份,由其发动实施的并购目的主要为获取超出个体私有收益外的其他目的,而非获取其私有收益。

2. 主并方公司金融层面的影响

主并方投资机会。Martin(1996)研究发现,主并方的未来投资机会与股票支付间存在正向相关关系。但是, Mayer、Walker(1996)却得出了不同的结论,主并方的投资机会越多,主并方越倾向于采用现金支付方式。Fishman(1989)研究发现,主并方企业投资机会越大,越倾向于采用股票支付。究其原因,主并方在并购交易时若采用现金支付,增加的借贷会使外部债权人的监督力度加大,有可能导致原主并方管理层对企业以后投资机会有效控制的下降。

财务状况。Hansen(1987)在他的实证研究中指出,主并方支付方式的选择会受到负债的影响,当公司有部分负债时,股票支付的可能性与收购方的负债水平成正比,而与标的公司的负债水平成反比。由 Kermeth(1989)、Mayer 和 Walker(1996)研究发现,当主并方公司在并购前一年所持自由现金流相对并购交易规模较大时,主并方控股股东选择股票支付作为支付方式的可能性较小。Maskin(2000)研究认为,主并方有时在并购交易时使用股票等非现金支付方式,主要因为主并方有时存在资金短缺的状况。王燕(2003)在其研究中发现,若主并方在并购交易前资产负债率较高,则在并购时更倾向选择股票支付或混合支付等非现金支付方式;相反,若主并方在并购交易前资产负债率较低,则其在并购时更倾向选择现金支付或承债式支付方式。李善民(2009)研究发现,当主并方在并购前财务杠杆较高时,在并购时更倾向于选择股票支付。苏文兵(2009)研究发现,当主并方在并购前持有大量现金时,在并购时更倾向于选择现金支付。

3. 标的公司管理层的影响

Grullon 和 Swary(1997)在对并购双方管理层持股情况与并购支付方式选择间关系的实证研究中发现,若标的公司管理层持股比例相对较高,则其在并购交易时使用现金要约的概率较大,但并未发现主并方管理层持股与并购时支付方式选择概率间存在直接关联关系。Ghosh 和 Ruland(1998)在研究并购交易双方管

理层持股与并购支付方式选择的关系时将研究视角延伸到有关标的公司管理层留任的问题上。通过对 1981-1988 年获得的 212 起并购交易样本研究发现,标的公司管理层持股比例与股票支付概率存在显著的正相关关系。同时,当并购时支付方式采用股票支付时,标的公司高管在合并后企业留任的机率较大。

4. 主并方及标的公司的共同影响

行业关联性。Faccio、Masulis(2005)发现,当主并方和标的方处于同行业时,因并购双方的信息较为对称,主并方更倾向于选择现金支付;反之,当并购双方处于不同行业时,因并购双方的信息不对称程度较大,主并方更倾向于选择股票支付。

相对交易规模。Hansen(1987)研究发现,与主并方相比,标的公司的相对规模越大,主并方越倾向于选择股票支付;反之越倾向于选择现金支付。Rarmand(2000)对澳大利亚 1990-1996 年发生的企业并购案例进行分析,发现标的公司相对于主并方的规模越大,主并方越倾向于选择股票支付。苏文兵、李心合和李运(2009)通过对 1998-2007 年我国沪深两市的 253 起并购事件进行研究,发现并购双方的相对交易规模越小,信息不对称的可能性越小,主并方越倾向于选择现金支付。

三、对我国企业并购支付方式选择的启示

本文对国内外关于企业并购支付方式影响因素的文献进行总结,发现在对支付方式的选择过程中,控制权的影响是主并方主要考虑的因素之一,而主并方控股股东实施并购决策的重要动因之一——攫取控制权私利。因此,要想在并购支付方式上有所创新,使我国企业的并购支付手段能够趋于多元化发展,就应从控制权私利的视角出发,深层次分析控制权私利如何影响控股股东及高管的并购行为。并以该视角为基础,提出相应对策以减少中小股东因控股股东及高管采取的并购行为所遭受的损失。□

参考文献:

- [1] Faccio, M. and Masulis, R. W. The choice of payment method in European mergers and acquisition[J]. Journal of Finance, 2005(60): 1345-1388.
- [2] Shleifer, A. and Vishny, R. Stock market driven acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2003(70): 295-311.
- [3] Maskin, S. Auctions, development and privatization: Efficient auctions with liquidity constrained buyers [J]. European Economic Review, 2000(44): 667-681.
- [4] 苏文兵, 李心合, 李运. 公司控制权、信息不对称与并购支付方式. 财经论丛, 2009(09): 67-69.
- [5] 李善民, 毛雅娟, 赵晶晶. 高管持股、高管的私有收益与公司的并购行为[J]. 管理科学, 2009, 22(6): 2-12.

作者简介: 彭丽敏, 女, 1987 年生, 甘肃省白银市人, 兰州理工大学经济管理学院硕士研究生。研究方向: 公司理财与会计控制。